

Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах

Ни одно государство не застраховано от рисков, связанных с нестабильностью финансовой системы. Однако особенно уязвимы к таким рискам переходные и развивающиеся экономики, поскольку их рынки уже открыты, но при этом не сформированы механизмы, смягчающие воздействие фундаментальных факторов возникновения финансовой неустойчивости.

Отметим, что определение эпизодов развития экономики, которые можно назвать финансовой нестабильностью, является само по себе непростой задачей. В частности, вполне логично считать финансовой нестабильностью банкротство нескольких финансовых институтов. Однако в некоторых обстоятельствах это может быть составной частью обычного рыночного процесса, при котором прекращают функционировать убыточные фирмы, которые не смогли организовать эффективную деятельность. В то же время при других обстоятельствах банкротство одного финансового института может стать спусковым крючком финансового кризиса. Поэтому финансовую нестабильность можно определить как такие проблемы в финансовой системе страны, которые оказывают значительное негативное влияние на экономическую активность.

Многочисленные исследования показали, что периоды финансовой нестабильности, предшествующие кризису, могут иметь общие основные элементы. Большие издержки, которые несет экономика в результате финансовых кризисов, вызвали многочисленные попытки построения моделей, которые позволили бы распознать нарастание предкризисных явлений и дать экономическим агентам время на их преодоление. Таким образом, для предотвращения развертывания кризиса необходим мониторинг состояния финансовой системы страны, в том числе по некоторому набору индикаторов, позволяющих на регулярной основе анализировать ее стабильность.

Отметим, что предлагаемая методология дает лишь определенную информацию о складывающихся тенденциях в сфере финансовой нестабильности, но никак не указывает на то, что однозначно случится или не случится финансовый кризис. Кроме того, предлагаемый анализ позволяет следить за долгосрочными тенденциями развития экономики. Так, отдельные негативные тенденции могут в краткосрочной перспективе компенсироваться благоприятными факторами (такими как значительный профицит

бюджета, вызванный рекордными ценами на нефть). В то же время при ухудшении конъюнктуры накопленные негативные явления в экономике могут все-таки вызвать финансовую нестабильность.

Как и в предыдущих выпусках мониторинга, основные макроэкономические индикаторы, отражающие общую ситуацию в финансовом секторе страны, могут быть сгруппированы следующим образом¹

- Темп экономического роста:
 - темп прироста ВВП;
- Платежный баланс:
 - сальдо текущего счета;
 - золотовалютные резервы;
 - условия торговли (цены экспорта);
 - реальный эффективный курс;
- Процентные ставки:
 - реальная процентная ставка;
 - разница между внутренней процентной ставкой и ставкой LIBOR;
- Денежные индикаторы:
 - динамика денежного мультипликатора;
 - отношение денежной массы к золотовалютным резервам;
 - «избыточное» предложение денег в реальном выражении.
- Индекс давления на валютный рынок.

В большинстве случаев мы используем темпы прироста показателей либо рассматриваем их отношение к ВВП, что позволяет нам обеспечить сопоставимость данных, а также решить проблему нестационарности некоторых рядов. В то же время в ряде случаев для анализа используются показатели, выраженные в уровнях, так как именно в таком виде они продемонстрировали наибольшую прогностическую силу. В таблице приведено описание преобразований, которым подвергались индикаторы, а также указана периодичность данных и их источник.

¹ При разработке системы индикаторов-предвестников финансовой нестабильности использовались статистические данные ФСГС РФ, ЦБ РФ и ряда зарубежных источников (МВФ, BLS, ВВА). Указанные данные мы публикуем в Интернете на сайте ИЭП вместе с текстом мониторинга.

Некоторые характеристики индикаторов-предвестников финансовой неустойчивости

Индикатор	Преобразование	Периодичность	Источник
Темп роста ВВП	Тем прироста в реальном выражении к АППГ	Ежеквартально	МЭР России ²
Сальдо текущего счета платежного баланса	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ
Золотовалютные резервы	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Условия торговли ³ (цены на нефть марки «Брент»)	Уровень	Ежемесячно	ICE ⁴
Реальный эффективный курс рубля	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Денежный мультипликатор	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Реальная процентная ставка на рынке МБК	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭП
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, IFS, расчеты ИЭП
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭП
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении ⁵	% ВВП	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭП
Индекс давления на валютный рынок ⁶	Индекс	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭП

² Предварительная оценка.

³ В оригинале данный индикатор представляет собой отношение цен экспорта к ценам импорта. Однако по причине отсутствия цен экспорта и импорта в статистике платежного баланса РФ такой расчет не возможен. В качестве аналогичного показателя нами рассмотрена динамика цен на нефть марки «Брент». Поскольку нефть является одной из главных позиций российского экспорта, то индекс изменения ее цены при предположении об относительной неизменности цен импортируемых товаров может служить достаточно надежным индикатором условий торговли страны.

⁴ База данных биржи Intercontinental Exchange.

⁵ «Избыточное» предложение денег в реальном выражении определяется как отклонение оцененного спроса на деньги от наблюдаемого предложения денег (выраженного как доля денежной массы в ВВП),

т. е. как остатки регрессионного уравнения следующего вида: $\frac{M_t}{GDP_t} = a_0 + a_1 Y_t + a_2 \Delta p_t + a_3 t + \varepsilon_t$,

где M_t – денежная масса M_2 ; GDP_t – номинальный ВВП; Y_t – объем ВВП (в реальном выражении); Δp_t – индекс потребительских цен; t – время. Остатки ε_t интерпретируются как показатель «избыточного» кредитования экономики.

⁶ Индекс представляет собой среднее взвешенное значение трех показателей:

- 1) темп прироста курса национальной валюты за месяц, ΔE ;
- 2) темп прироста золотовалютных резервов (с обратным знаком), ΔR ;
- 3) уровня процентной ставки (для РФ – процентная ставка на рынке МБК), i .

Два последних слагаемых отражают политику денежных властей на валютном рынке в случае спекулятивной атаки на национальную валюту. Предполагается, что при фиксированном (регулируемом) валютном курсе атака будет приводить к уменьшению золотовалютных резервов. С другой стороны, при любом режиме валютного курса, центральный банк для защиты национальной валюты может повышать процентные ставки. Последнее учитывается при включении в формулу для расчета индекса третьего слагаемого. Таким образом, индекс «давления на валютный рынок» рассчитывается как:

$$I = \frac{w_1 \Delta E + w_2 (-\Delta R) + w_3 i}{3}$$

Динамика большинства индикаторов рассматривается, начиная с 1999 года, когда значительная часть негативных последствий финансового кризиса 1998 года уже была преодолена. В то же время в ряде случаев, прежде всего, по причине доступности той или иной статистики, индикатор может анализироваться на другом временном интервале.

Как и в предыдущих выпусках мониторинга, для анализа финансовой стабильности на развивающихся рынках, за исключением России, мы использовали методологию качественного анализа, в рамках которой предлагается делать вывод о том, что поведение показателя свидетельствует о повышении вероятности наступления кризиса в ближайшем будущем, если наблюдается резкое увеличение/снижение показателя (в зависимости от теоретической гипотезы относительно предполагаемого поведения индикатора перед кризисом).

Кроме того, для мониторинга финансовой стабильности в РФ применяется методология количественного анализа индикаторов-предвестников, в рамках которой были построены пороговые значения индикаторов, а также рассчитан сводный индекс финансовой стабильности, позволяющий оценить вероятность возникновения финансовой нестабильности в следующем квартале (более подробная методология количественного анализа может быть выслана всем желающим по запросу)⁷.

Перейдем к рассмотрению результатов мониторинга финансовой стабильности в отдельных странах.

Веса w_1, w_2, w_3 выбираются таким образом, чтобы дисперсии всех трех величин были одинаковы, т. е.

$$D(w_1 E) = D(w_2 R) = D(w_3 i). \text{ Следовательно, принимая } w_1 = 1, w_2 = \sqrt{\frac{D(E)}{D(R)}}, w_3 = \sqrt{\frac{D(E)}{D(i)}}.$$

⁷ Начиная с выпуска мониторинга за III квартал 2010 года, пороговые значения индикаторов были пересчитаны с учетом кризиса 2008 г. При этом набор индикаторов также изменился: из-за снижения прогностической силы из их числа были исключены показатели экспорта, бегства капитала и внутреннего кредита в реальном выражении, и добавлен показатель, характеризующий динамику денежного мультипликатора.

Российская Федерация

Результаты применения методологии количественного анализа приведены в таблице ниже, где указаны значения, которые принимали индикаторы-предвестники финансовой нестабильности в IV квартале 2010 – II квартале 2011 гг., пороговые значения индикаторов, а также отражен тот факт, подавали они сигнал или нет. Кроме того, в Приложении 1 приведена динамика индикаторов и наглядно показано, когда они выходили за свои пороговые значения.

Состояние системы индикаторов-предвестников финансовой нестабильности во IV квартале 2010 – II квартале 2011 гг.

Индикатор	Пороговое значение	IV квартал 2010		I квартал 2011		II квартал 2011	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	-0,8%	0	-0,3%	0	0,1%	0
Сальдо текущего счета платежного баланса	-1,5 млрд долл.	12,9 млрд долларов	0	32,4 млрд долларов	0	25,2 млрд долларов	0
Реальный эффективный курс рубля	+6,5%	+3,4%	0	+1,5%	0	+1,2%	0
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	42 п.п.	2,8	0	2,9	0	3,6	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	94,8 долл. за баррель	0	117,4 долл. за баррель	0	112,5 долл. за баррель	0
Денежный мультипликатор	-4,8%	+3,5%	0	+1,9%	0	+1,2%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,4	0	1,4	0	1,4	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	3,4% ВВП	5,1% ВВП	1	6,2% ВВП	1	4,1% ВВП	1
Темп роста ВВП	2,8%	4,5%	0	4,1%	0	3,7%	0
Золотовалютные резервы	-2,2%	-0,8%	0	1,8%	0	0,7%	0
Индекс давления на валютный рынок	1,7	0,1	0	-0,6	0	0,4	0

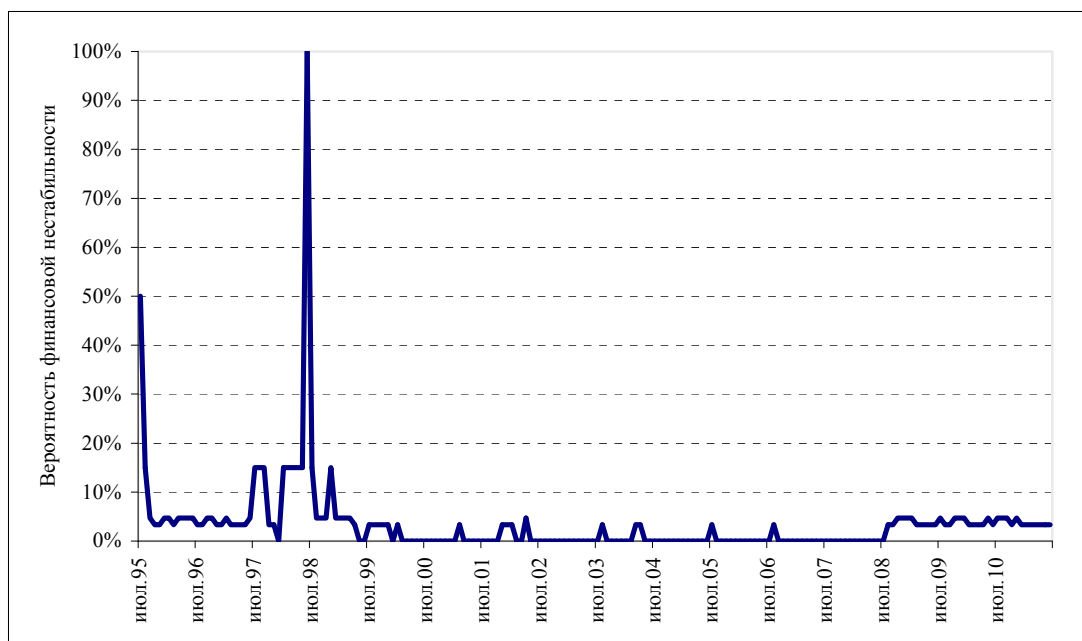
Во II квартале 2011 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. Цены на энергоносители оставались на достаточно высоком уровне, что позволило поддержать значительное положительное сальдо текущего счета платежного баланса. Однако во II квартале темпы роста импорта превосходили темпы роста экспорта, что привело к некоторому сокращению сальдо текущего счета. Очевидно, что

при сохранении данной тенденции текущий счет рано или поздно сократится до уровня, требующего снижения курса рубля либо расходования международных резервов ЦБ РФ для поддержания курс.

Во втором квартале было зафиксировано замедление оттока частного капитала из РФ. Более того, по итогам июня был отмечен чистый приток капитала. Однако в случае снижения цен на нефть приток капитала вряд ли сохранится, а, скорее всего, сменится чистым оттоком, еще больше увеличивая нестабильность на финансовых рынках. При этом падение нефтяных цен не выглядит маловероятным в условиях сохраняющихся высоких рисков в мировой экономике.

На протяжении II квартала 2011 года лишь один из одиннадцати индикаторов подавал сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Оно несколько сократилось по сравнению с первым кварталом текущего года, однако до сих пор остается на высоком уровне, несмотря на значительное замедление темпов роста денежной массы. По всей видимости, даже наблюдающееся в настоящее время увеличение денежного предложения является слишком быстрым в условиях медленно растущей экономики.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 3 – 4% (см. рисунок). Данный результат говорит о том, что в течение следующих одного – двух кварталов финансовая стабильность маловероятна. В то же время еще раз подчеркнем неустойчивость текущей благоприятной динамики экономики РФ, обусловленную возможным снижением цен на энергоносители.



Республики бывшего СССР

Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Индекс потребительских цен.
Золотовалютные резервы.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Импорт.	
Индекс промышленного производства.	
Экспорт.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

В I квартале 2011 года ситуация в экономике Армении была достаточно стабильной. Единственной негативной тенденцией января – марта стал быстрый рост потребительских цен. Следовательно, 1 из 13 индикаторов подал сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, в среднесрочном периоде финансовой стабильности страны почти ничего не угрожает.

Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Импорт.	Золотовалютные резервы.
Индекс давления на валютный рынок.	Индекс потребительских цен.
Экспорт.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
	Внутренний кредит в реальном выражении.
	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.

В I квартале 2011 года ситуация в финансовом секторе Белоруссии продолжала ухудшаться. Наблюдалось быстрое сокращение золотовалютных резервов, рост отношения денежной массы к золотовалютным резервам, потребительских цен, отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, внутреннего кредита в реальном выражении. Данные тенденции, несомненно, свидетельствуют о развитии масштабного финансового кризиса в стране.

Казахстан

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Индекс потребительских цен.
Денежный мультипликатор.	
Золотовалютные резервы.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

В первом квартале 2011 г. ситуация на финансовом рынке Казахстана оставалась спокойной. Все индикаторы кроме ИПЦ свидетельствовали в пользу сохранения на прежнем уровне либо снижения вероятности финансовой нестабильности в ближайшем будущем. Рост цен на энергоносители способствовал улучшению ситуации в экономике страны. В текущих условиях возникновение проблем в финансовой системе Казахстана в среднесрочном периоде маловероятно.

Латвия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Внутренний кредит в реальном выражении.
	Индекс потребительских цен.

Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение денежной массы к ЗВР	
Денежный мультипликатор.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о сохранении на прежнем уровне вероятности возникновения в Латвии финансовой нестабильности. Однако, в Латвии все же наблюдалось падение внутреннего кредита в реальном выражении, а также ускорение инфляции. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что серьезного ухудшения ситуации в ближайшем будущем ожидать вряд ли стоит.

Литва

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Индекс промышленного производства.
Индекс давления на валютный рынок.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	
Индекс потребительских цен.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что в финансовом секторе страны были зафиксированы отдельные негативные тенденции. В частности, неблагоприятными тенденциями I квартала стали сокращение промышленного производства, а также внутреннего кредита в реальном выражении. В целом, можно предположить, что серьезные трудности финансовому сектору Литвы в среднесрочном периоде не угрожают.

Украина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Реальный эффективный курс.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.

Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс потребительских цен.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Золотовалютные резервы.	
Импорт.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Украине в ближайшее время не выросла. Большинство индикаторов-предвестников свидетельствуют в пользу снижения либо сохранения на прежнем уровне вероятности возникновения финансовой нестабильности в Украине в среднесрочной перспективе. Неблагоприятной тенденцией I квартала стал лишь рост отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. Учитывая все факторы, можно утверждать, что финансовый сектор Украины вряд ли столкнется с серьезными трудностями в среднесрочном периоде.

Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Денежный мультипликатор.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Экспорт.	Индекс потребительских цен.
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Золотовалютные резервы.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в I квартале оставалась низкой. Поведение практически всех индикаторов-предвестников кризиса было стабильно и не демонстрировало резких изменений, которые свидетельствовали

бы о приближении финансовой нестабильности. Среди обнаруженных неблагоприятных тенденций отметим лишь ускорение инфляции, а также рост отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. В целом можно утверждать, что состояние финансового сектора страны в среднесрочном периоде останется стабильным.

Болгария

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Импорт.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Денежный мультипликатор.	Индекс потребительских цен.
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Золотовалютные резервы.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии в I квартале оставалась стабильной. В то же время неблагоприятными тенденциями квартала стали ускорение инфляции, увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам и отношения денежной массы к золотовалютным резервам. Таким образом, мы считаем, что финансовый сектор страны может в среднесрочном периоде столкнуться с отдельными проблемами.

Венгрия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс давления на валютный рынок.	
Золотовалютные резервы.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Реальный эффективный курс.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Экспорт.	
Индекс промышленного производства.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Индекс потребительских цен.	
Импорт.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в I квартале 2011 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии не выросла. Основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что вероятность развития финансовой нестабильности в Венгрии в ближайшее время является невысокой.

Польша

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс промышленного производства.	Индекс потребительских цен.
Индекс давления на валютный рынок.	
Импорт.	
Экспорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Реальный эффективный курс.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что в финансовом секторе Польши в I квартале 2011 года сохранялась стабильность. В числе индикаторов-предвестников, подавших сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности, можно отметить лишь инфляцию, которая продолжала расти. На настоящий момент мы оцениваем вероятность финансового кризиса в Польше в ближайшее время как невысокую.

Словакия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс промышленного производства.	Индекс потребительских цен.
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Словакии, говорят о том, что вероятность возникновения кризиса в стране в I квартале

практически не изменилась. При этом в числе негативных тенденций, которые бы свидетельствовали о росте финансовой нестабильности, отметим рост инфляции. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников позволяет утверждать, что финансовый сектор страны продолжает восстанавливаться после мирового финансового кризиса.

Чехия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс потребительских цен.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Реальный эффективный курс.	
Золотовалютные резервы.	
Индекс промышленного производства.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт	
Импорт	

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в I квартале ситуация улучшилась. Среди факторов, сигнализовавших о росте финансовой нестабильности, можно отметить только увеличение спреда между внутренней и внешней ставками процента. Мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Чехии в среднесрочном периоде как невысокую.

Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Золотовалютные резервы.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Из приведённой таблицы видно, что большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Аргентины сравнительно невелика. В качестве единственной негативной тенденции I квартала можно отметить лишь быстрый рост внутреннего кредита в реальном выражении. Однако в целом динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что финансовая нестабильность в стране в среднесрочной перспективе маловероятна.

Бразилия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Условия торговли.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Золотовалютные резервы.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс промышленного производства.	
Импорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

В I квартале 2011 года ситуация на финансовом рынке Бразилии оставалась стабильной. Экономический рост продолжался, ситуация на финансовых рынках была нормальной. Такое состояние системы индикаторов-предвестников говорит о небольшой вероятности возникновения проблем в финансовом секторе в среднесрочном периоде.

Индонезия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс потребительских цен.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	

Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Золотовалютные резервы.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

Все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии за I квартал не увеличилась. В среднесрочной перспективе можно оценить вероятность возникновения проблем в финансовой системе Индонезии как низкую.

Южная Корея

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс промышленного производства.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Условия торговли.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	

Все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности кроме спреда между внутренней и внешней ставками процента свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи в I квартале не выросла. В такой ситуации вероятность возникновения финансовой нестабильности в среднесрочном периоде мы оцениваем как невысокую.

Малайзия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс давления на валютный рынок.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

Золотовалютные резервы.	
Индекс промышленного производства.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

В I квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии оставалась низкой. Ни один из рассматриваемых индикаторов не свидетельствовал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности в стране. В целом, можно утверждать, что в среднесрочном периоде Малайзия вряд ли столкнется с серьезными проблемами в финансовом секторе.

Мексика

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Индекс промышленного производства.	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в течение четвертого квартала не выросла. В среднесрочном периоде мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Мексике как низкую.

Таиланд

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Индекс потребительских цен.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Золотовалютные резервы.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по	

депозитам.	
------------	--

В IV квартале состояние финансового сектора Таиланда оставалось стабильным. О росте вероятности возникновения финансовой нестабильности сигнализировали только два индикатора: спрэд между внутренней и внешней ставками процента и внутренний кредит в реальном выражении. В среднесрочном периоде мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Таиланде как невысокую.

ЮАР

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в I квартале 2011 года.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в I квартале 2011 года оставалась стабильной. О росте вероятности возникновения финансовой нестабильности в стране не свидетельствовал ни один индикатор. На наш взгляд, вероятность возникновения проблем в финансовом секторе страны в среднесрочном периоде невысока.

Выводы

Разработанная нами методология была применена для анализа финансовой стабильности в РФ, странах СНГ, государствах Центральной и Восточной Европы, а также в ряде развивающихся стран Азии и Латинской Америки. Анализ, проведенный по итогам I квартала 2011 года, показал, что в большинстве рассмотренных стран ситуация в финансовом секторе оставалась стабильной. Основными причинами такого развития событий стало продолжение восстановления мировой экономики при сохранении мягкой денежно-кредитной политики ведущими мировыми центральными банками.

В то же время в ряде стран проблемы продолжались. Более того, долговые проблемы в ЕС, неустойчивость восстановления экономики США, а также сохранение высоких цен на энергоносители продолжают создавать угрозу экономической стабильности в мировом масштабе. В среднесрочном периоде вполне вероятно возникновение отдельных эпизодов финансовой нестабильности⁸.

Что касается странового аспекта проведенного анализа, то наиболее тяжелая ситуация была зафиксирована в Белоруссии. В данной стране разразился масштабный финансово-экономический кризис, вызванный значительным снижением курса национальной валюты вследствие сохранения отрицательного сальдо платежного баланса страны на протяжении длительного периода. Кроме того, наш мониторинг показал, что в среднесрочном периоде с определенными проблемами в финансовом секторе может столкнуться Болгария.

Отметим, что подавляющая часть рассматриваемых стран вряд ли столкнется с проблемами в финансовом секторе в среднесрочном периоде. Рост экономик данных стран во многом опирается на восстановление экономик-потребителей их экспорта, а также определяется избытком ликвидности в мировом масштабе, вызванным мягкой денежно-кредитной политикой в США и ЕС. Если ведущие мировые экономики столкнутся с новыми проблемами, то сложностей, скорее всего, не удастся избежать ни одной стране. Однако последние данные показывают, что темпы роста крупнейших мировых экономик остаются низкими, что создает угрозы для финансовой стабильности в будущем.

⁸ Отметим, что по техническим причинам в рамках данного мониторинга не удалось получить некоторые данные о состоянии экономики зарубежных стран в I квартале 2011 года. В результате мониторинг проводился на основе меньшего числа индикаторов, чем обычно.

Что касается финансового сектора России, то во II квартале 2011 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. Цены на энергоносители оставались на достаточно высоком уровне, что позволило поддержать значительное положительное сальдо текущего счета платежного баланса. Однако во II квартале темпы роста импорта превосходили темпы роста экспорта, что привело к некоторому сокращению сальдо текущего счета. Очевидно, что при сохранении данной тенденции текущий счет рано или поздно сократится до уровня, требующего снижения курса рубля либо расходования международных резервов ЦБ РФ для поддержания курса.

Во втором квартале было зафиксировано замедление оттока частного капитала из РФ. Более того, по итогам июня был отмечен чистый приток капитала. Однако в случае снижения цен на нефть приток капитала вряд ли сохранится, а, скорее всего, сменится чистым оттоком, еще больше увеличивая нестабильность на финансовых рынках. При этом падение нефтяных цен не выглядит маловероятным в условиях сохраняющихся высоких рисков в мировой экономике.

На протяжении II квартала 2011 года лишь один из одиннадцати индикаторов подавал сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Оно несколько сократилось по сравнению с первым кварталом текущего года, однако до сих пор остается на высоком уровне, несмотря на значительное замедление темпов роста денежной массы. По всей видимости, даже наблюдающееся в настоящее время увеличение денежного предложения является слишком быстрым в условиях медленно растущей экономики.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 3 – 4%. Данный результат говорит о том, что в течение следующих одного – двух кварталов финансовая стабильность маловероятна. В то же время еще раз подчеркнем неустойчивость текущей благоприятной динамики экономики РФ, обусловленную возможным снижением цен на энергоносители.

Приложение 1. Динамика индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в РФ

1) Текущий счет платежного баланса РФ

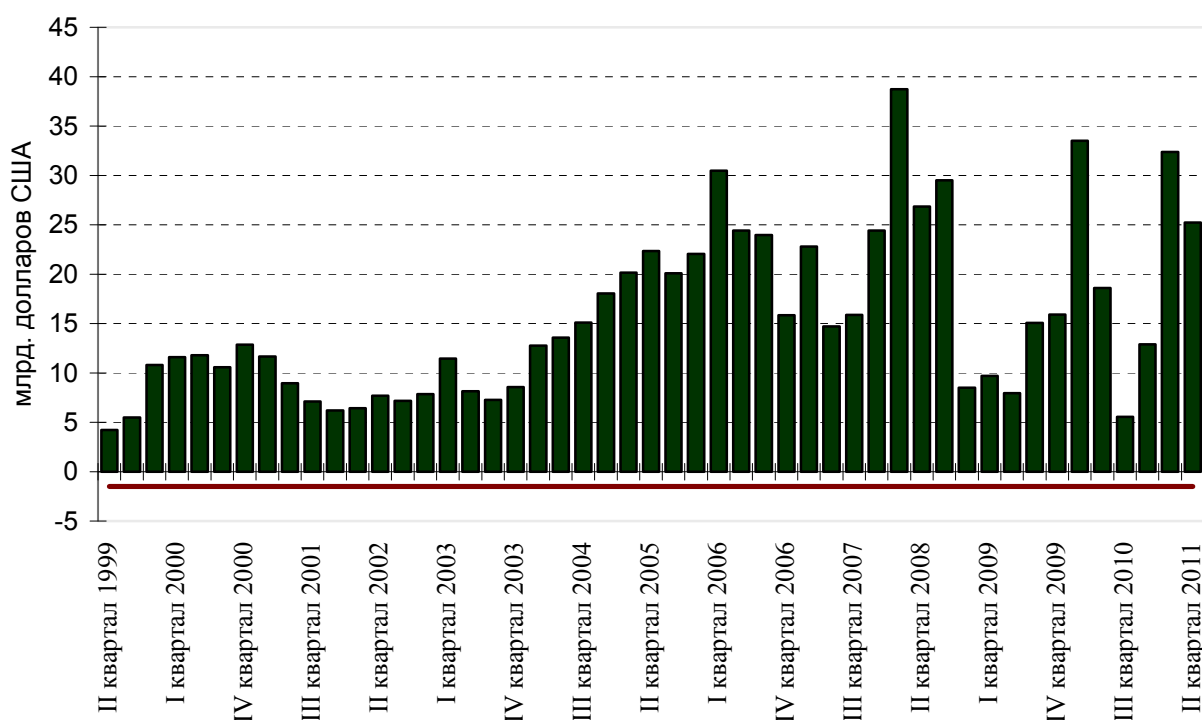


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2011 гг. (млрд долларов США)

2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

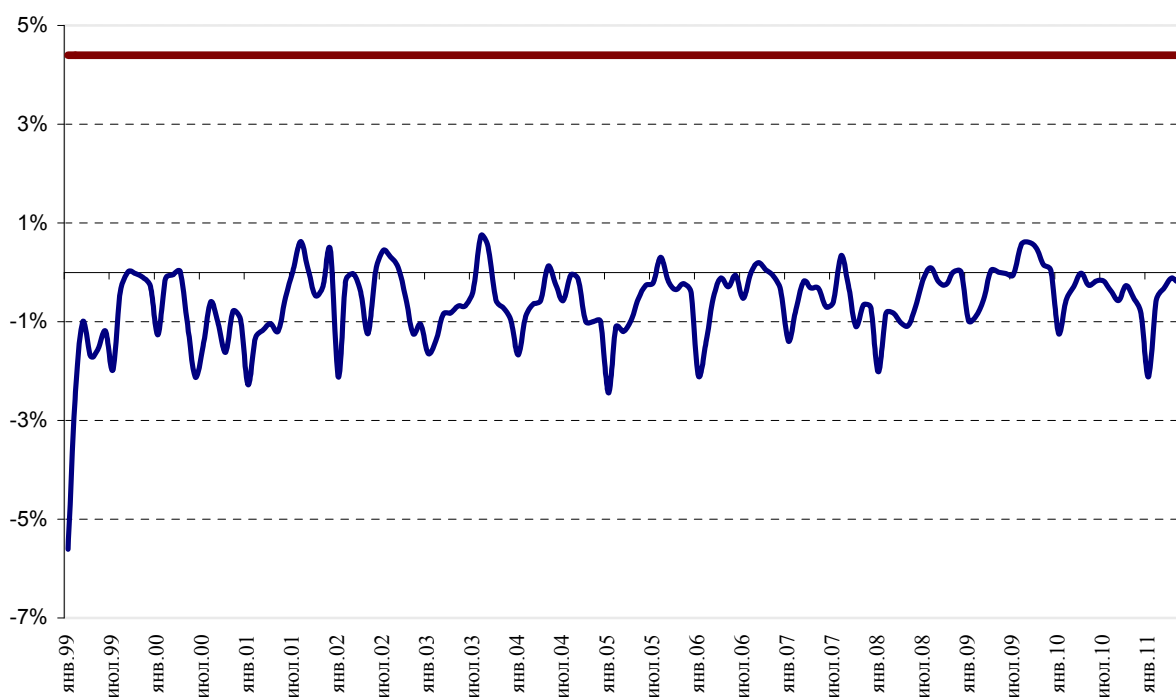


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2011 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

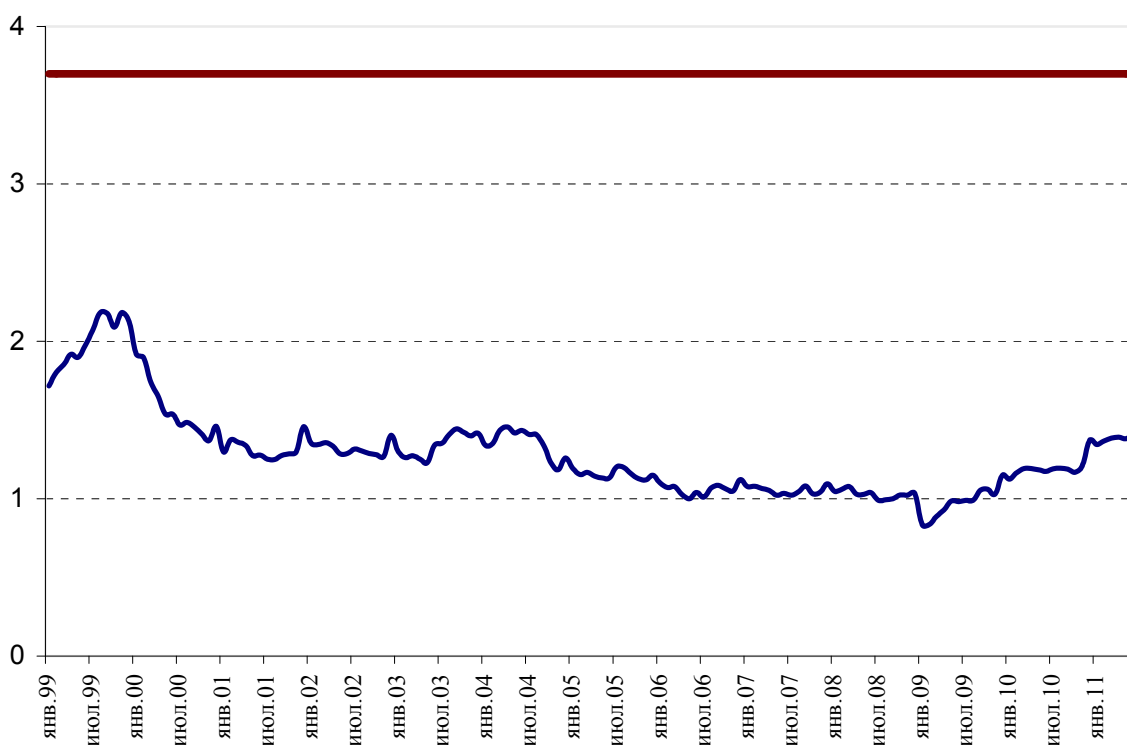


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2011 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

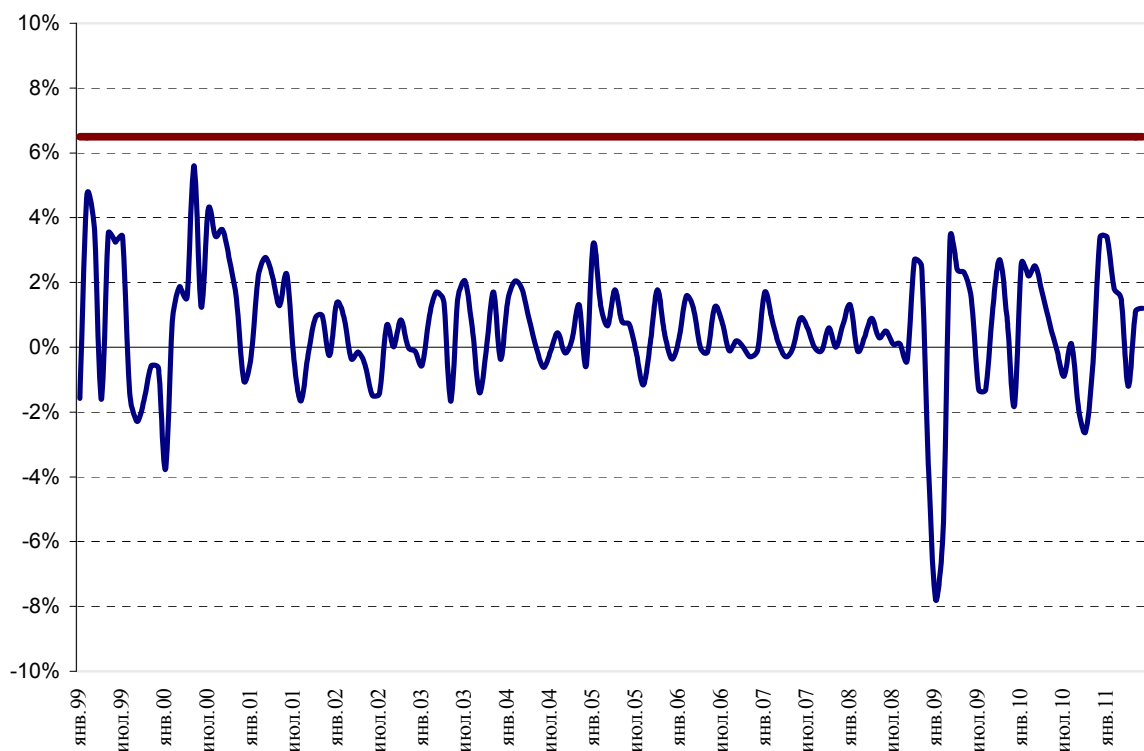


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2011 гг.

5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

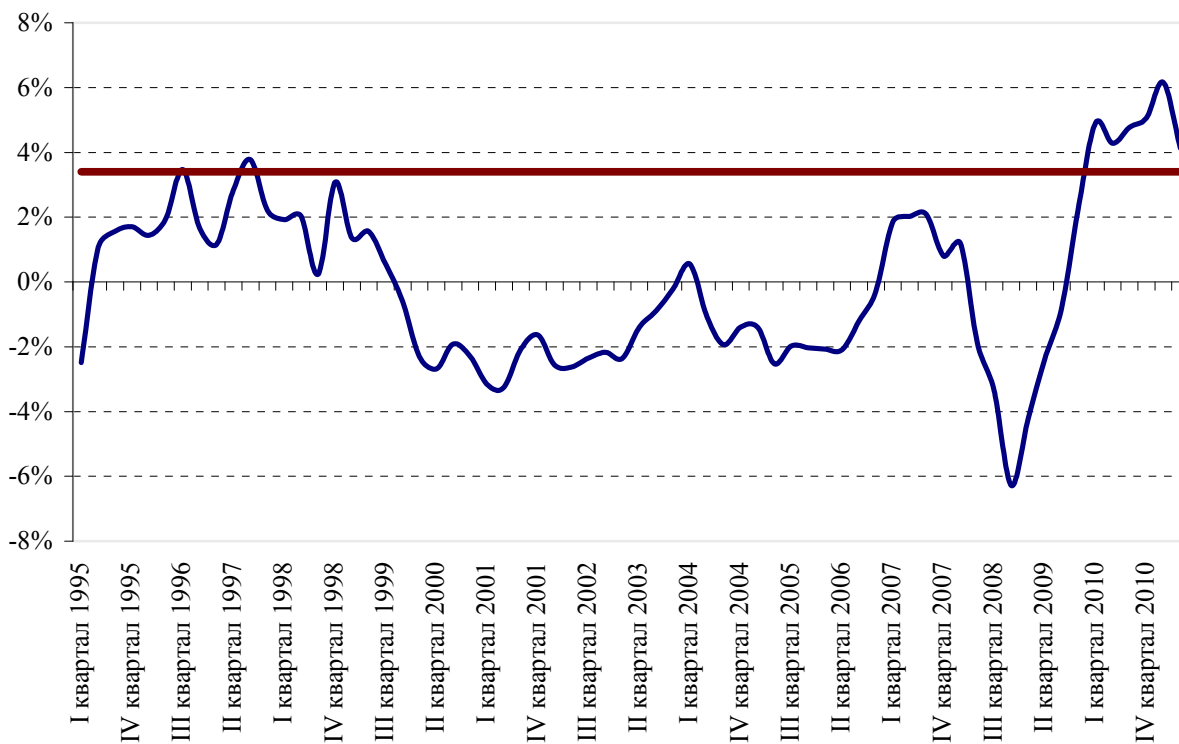


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2011 гг. (% ВВП)

б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента

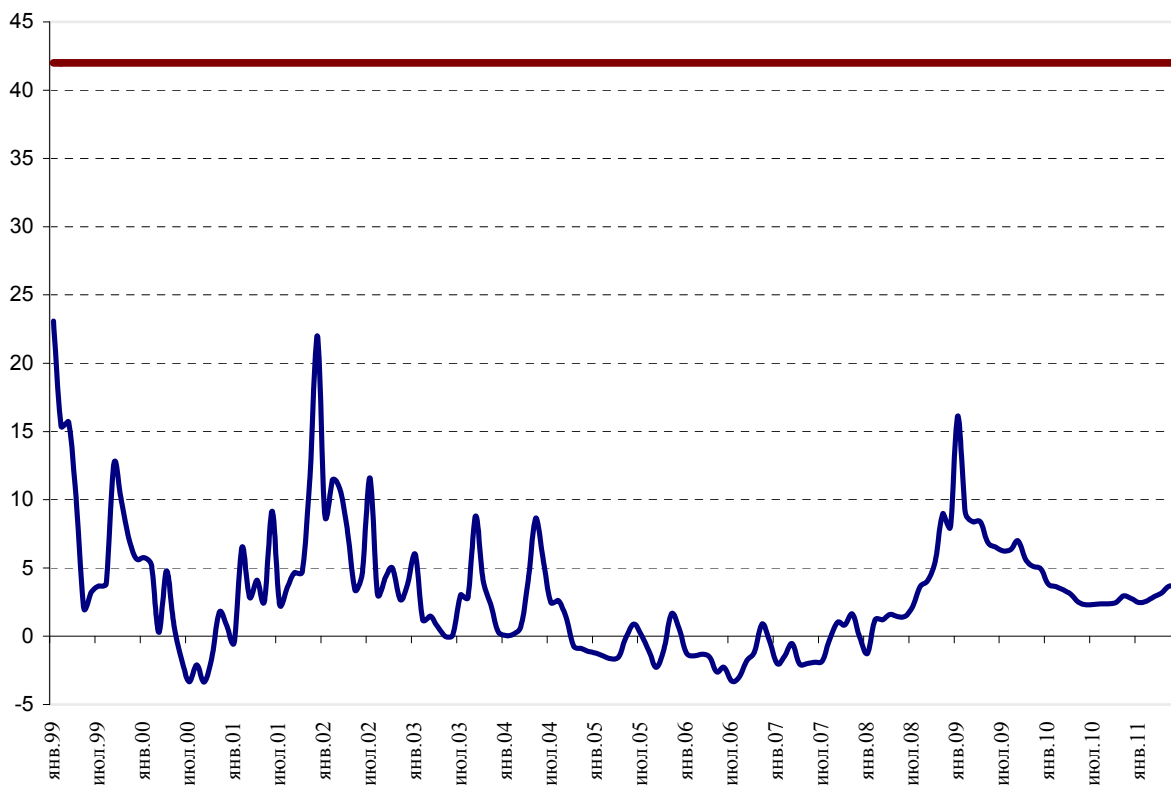


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2011 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

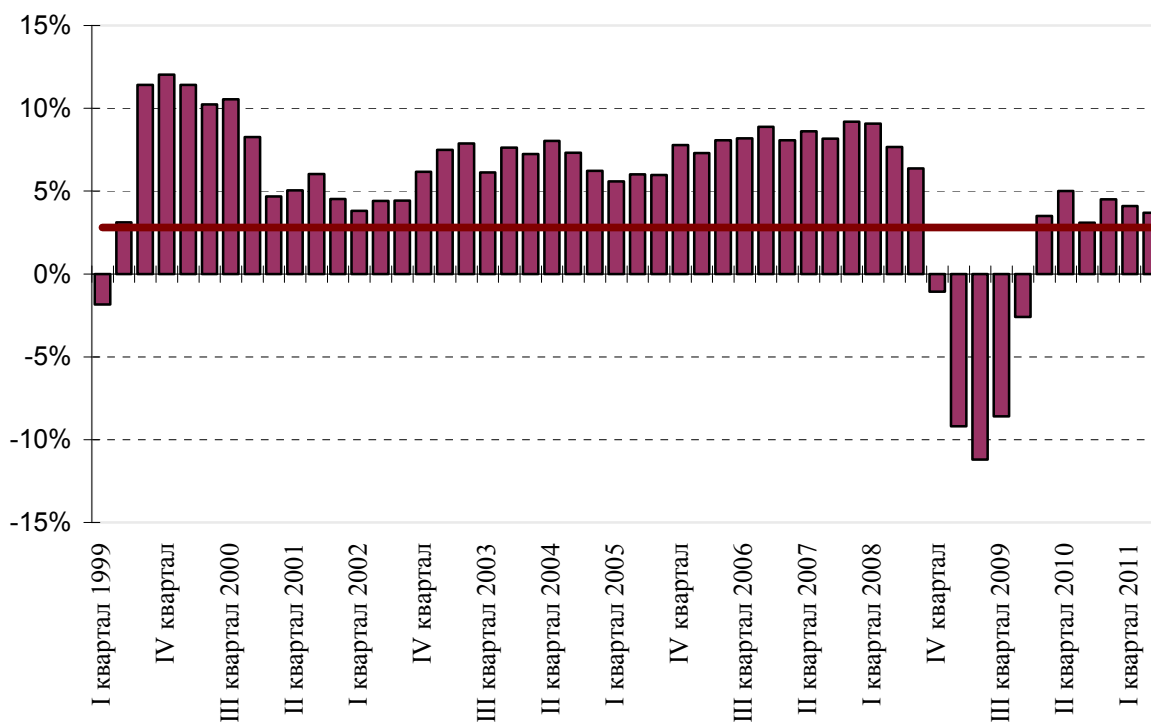


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2011 гг.

8) Условия торговли

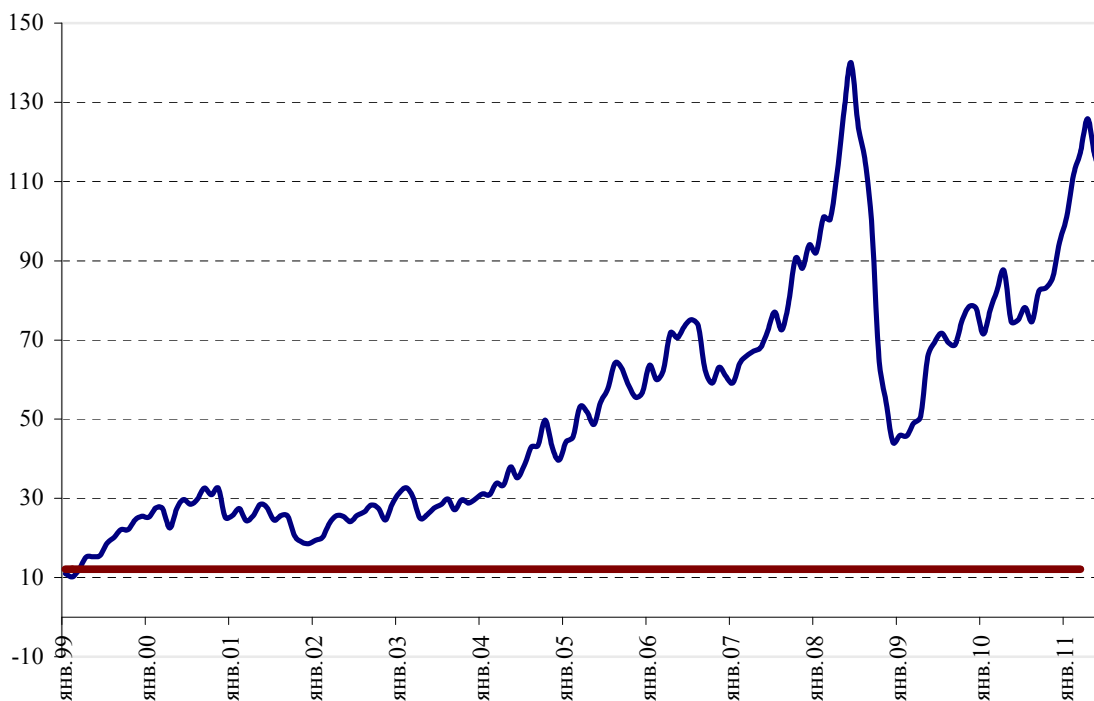


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2011 гг. (долларов США за баррель)

9) Денежный мультипликатор

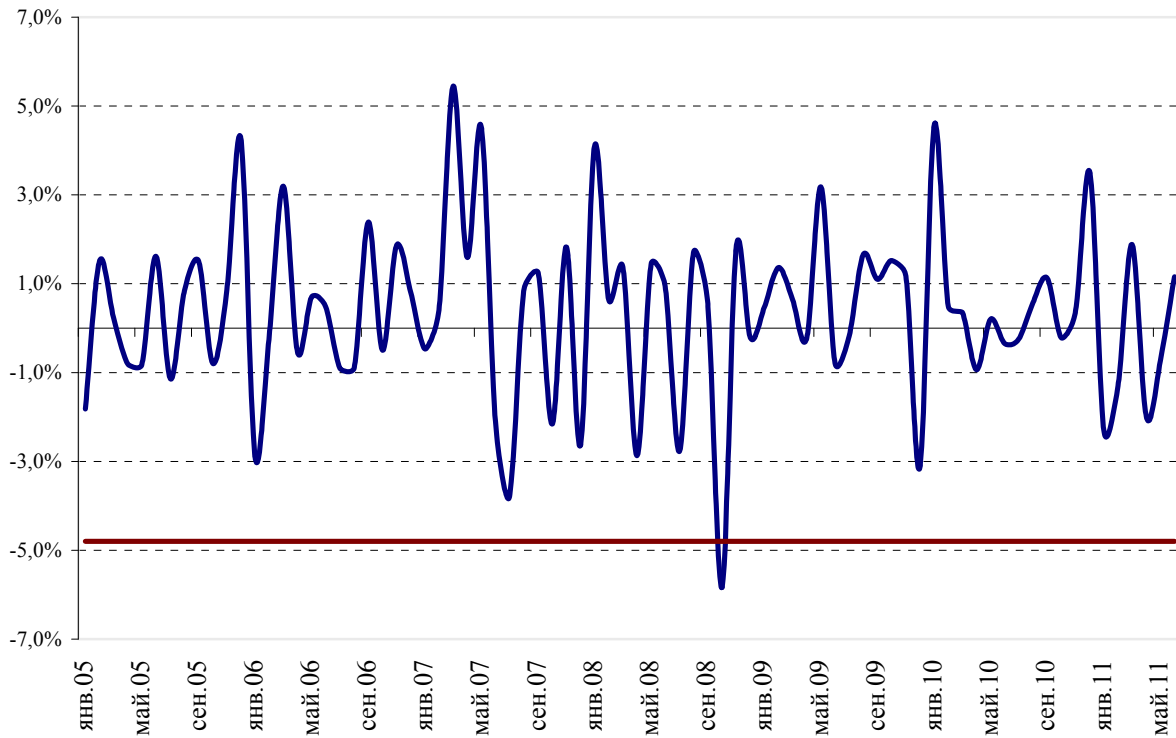


Рисунок 9. Денежный мультипликатор из РФ в 2005 – 2011 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

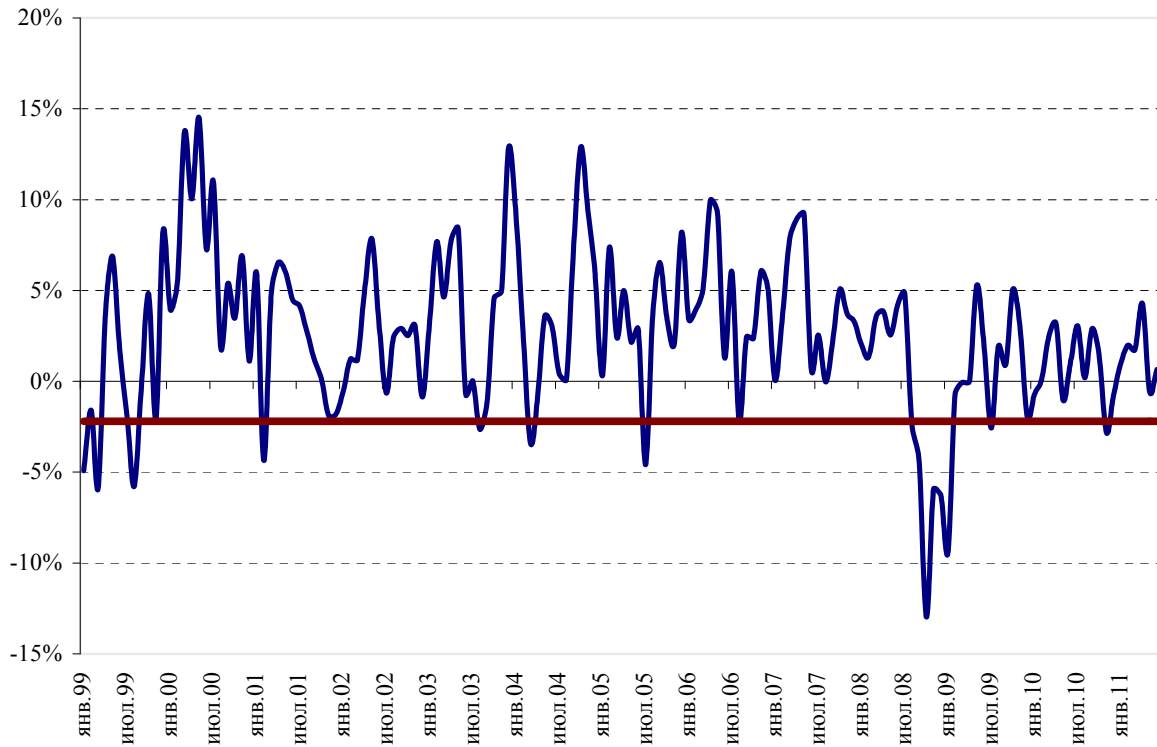


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2011 гг.

11) Индекс давления на валютный рынок

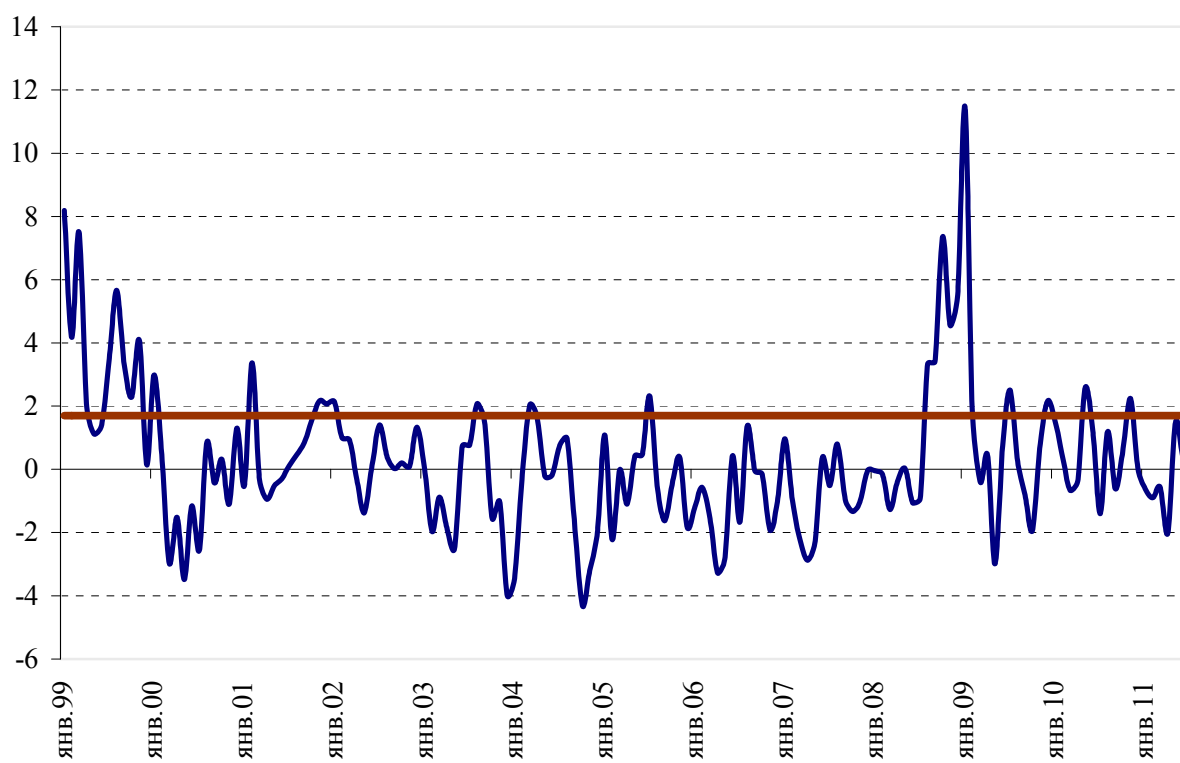


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2011 гг.